

Resumen

Avanza la dolarización de la economía y aumentan los problemas de liquidez

- Abrumada por la fuga de capitales, la política monetaria sufre sus primeras señales de stress post-convertibilidad. La incapacidad del gobierno de generar confianza sigue reduciendo la demanda de pesos, alentando la dolarización de carteras y manteniendo la fuga de divisas en niveles extremadamente elevados.
- En los primeros siete meses del año, la dolarización de los depósitos del sector privado no financiero subió 6,6 puntos porcentuales. Si en el promedio 2008 el 14,3% de los depósitos del sector privado estaban en dólares, en julio de 2009 ese porcentaje trepó a 20,9%.
- La dolarización de carteras coincide con la preocupación de la población. De acuerdo con nuestros estudios de conducta, y aunque la situación macro es muy distinta a la de 2001, el 63% de los ahorristas cree que es posible un nuevo default y corralito.
- Por eso, la fuga de capitales sigue siendo uno de los principales peligros para la estabilidad económica. En dos años se fueron US\$42.915 millones, casi el equivalente al total de reservas en el BCRA. Solo en el primer semestre de 2009 se fugaron US\$11.195 millones, y en todo 2009 la huida rondaría los US\$20.500 millones.
- Para 2010, el escenario más probable es continúen las condiciones actuales, lo que implicará un nuevo drenaje de divisas de entre US\$16.000 y US\$17.000 millones, y un tipo de cambio en alza por la necesidad del BCRA de preservar reservas y al mismo tiempo generar utilidades para financiar al gobierno.
- Mientras Brasil atrae capitales, la Argentina se convirtió en un exportador neto de divisas generando problemas importantes de liquidez en el mercado interno. La fuga de capitales está derivando en una política de contracción monetaria y crediticia donde el Banco Central se ve obligado a mantener el equilibrio monetario generando costos sobre la economía real.
- Las consecuencias de la iliquidez macro local se sienten en el sector real por la caída en la inversión productiva, la baja en la construcción, la sequía de crédito y un debilitamiento en los indicadores monetarios.
- En tanto, para morigerar la salida de dólares el gobierno está utilizando licencias no automáticas como instrumento indirecto que regular la liquidez trabando importaciones. En seis meses, eso le permitió un ahorro de divisas por US\$612 millones.
- Pero ese instrumento, está sirviendo poco para sustituir importaciones por la falta de crédito. Es que atendiendo el equilibrio monetario, el BCRA no logra hacer llegar el financiamiento a la producción. Paradójicamente, los excedentes de liquidez del sistema financiero son colocados en el Banco Central.

Avanza la dolarización de la economía y aumentan los problemas de liquidez

La política monetaria muestra sus primeras señales de stress post-convertibilidad. La incapacidad de generar confianza del gobierno sigue reduciendo la demanda de dinero. En lo que va de 2009 la dolarización de depósitos aumento 6,6 puntos porcentuales y 21% de las colocaciones privadas ya están en esa moneda. La fuga de capitales sigue en niveles preocupantes. En seis meses se fueron US\$11.195 millones, US\$90 millones por día, que serán US\$20.500 millones en 2009. Por ahora, el gobierno usa las licencias no automáticas a las importaciones para regular la liquidez. Entre enero y junio se ahorró reservas por US\$612 millones con esa vía. Pero los beneficios de la sustitución no aparecen. Es que el consumo no repunta y el crédito en vez de ir a la producción, se dirige al BCRA para equilibrar desajustes monetarios y amortiguar la fuga de capitales.

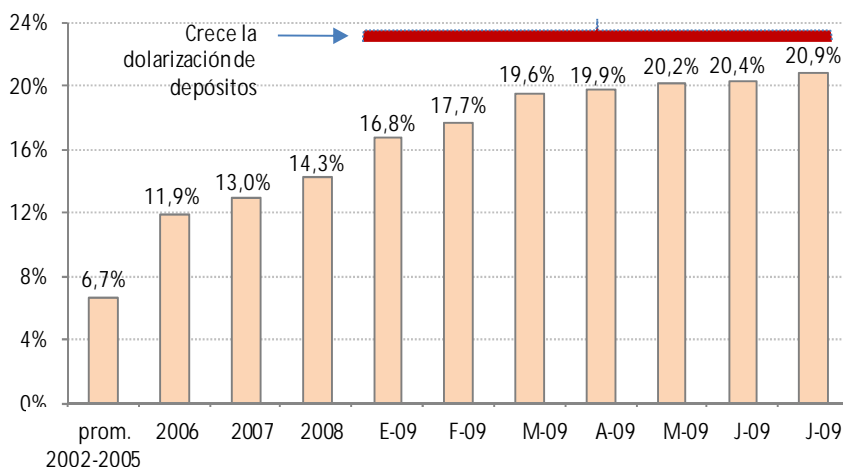
La incapacidad del gobierno de generar confianza está debilitando los indicadores monetarios. En los primeros siete meses del año la demanda de dinero profundizó su caída, la dolarización de la economía se incrementó y la fuga de capitales mostró un drenaje de casi US\$500 millones semanales. ¿Cuáles son las perspectivas 2009-2010? ¿Habrá dólares suficientes para abastecer la demanda? El balance comercial del año próximo pasó a ser una variable central: allí se definirá el nivel de equilibrio de las reservas internacionales y del tipo de cambio.

1) Problemas de liquidez: los dólares no alcanzan

- La incertidumbre y la desconfianza sobre la salud de la economía, siguen alentando al público a reducir su demanda de dinero. En otras palabras, los pesos son cada vez menos queridos y la dolarización de carteras se aceleró en 2009.
- El dato: en los primeros siete meses la dolarización de depósitos del sector privado no financiero subió 6,6 puntos porcentuales. Si en 2008 el 14,3% de los depósitos del sector privado estaban en dólares, en julio de 2009 ese porcentaje trepó a 20,9%.

Dolarización de los depósitos

% de los depósitos del sector privado que están en dólares



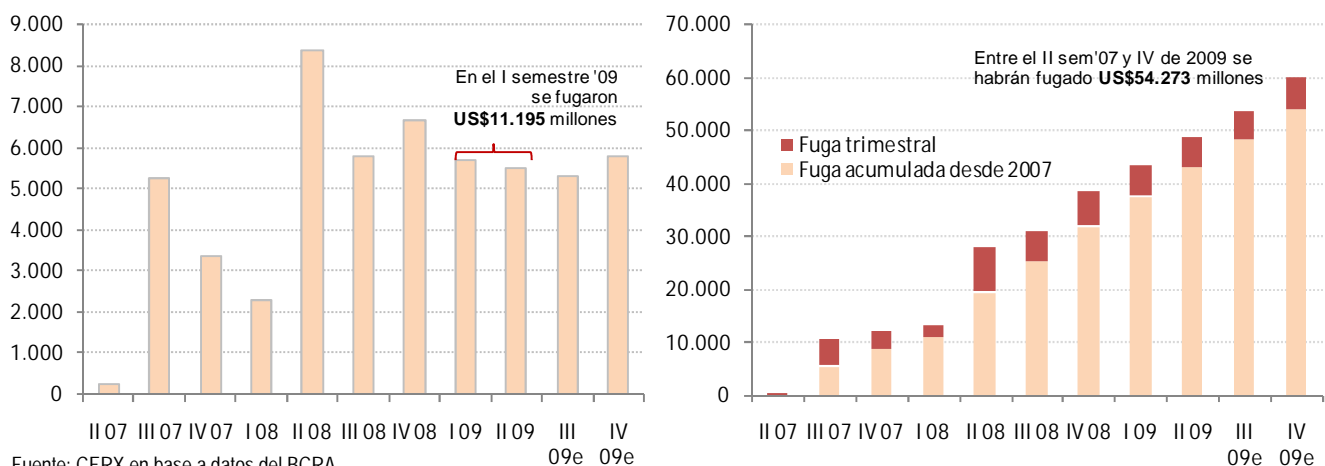
Fuente: CERX en base a datos del BCRA

- Como referencia: en el año 2001, cuando estalló el corralito, el 68,1% de las colocaciones privadas era en dólares, muy por encima de los niveles actuales. Pero en la medida que la dolarización avanza, y se reduce la brecha entre el grado de dolarización de 2001 y la actualidad, la población visualiza mayores probabilidades de repetir historias como el 'corralito' y huye.

- Efectivamente, la dolarización de carteras coincide con la preocupación del público. De acuerdo con nuestros estudios de conductas mensuales, y aunque la situación macro es muy distinta a la de 2001, el 63% de los ahorristas cree que es posible un nuevo default y corralito en la Argentina. Eso explica, en parte, la fuga de divisas y ciertas olas de pánico en el segmento minorista.

- Efectivamente, la fuga de capitales se mantiene en niveles extremadamente elevados: en dos años (entre el III trim 07 y II trim 08) se fueron US\$42.915 millones, un monto casi equivalente al total de reservas en el BCRA. Solo en el primer semestre de 2009 se fugaron US\$11.195 millones, y si bien hubo una leve desaceleración en el drenaje de julio y agosto, en todo 2009 la huida rondaría los US\$20.500 millones.

Fuga de capitales: el eje del problema - en millones de US\$



Fuente: CERX en base a datos del BCRA

- La tendencia: mientras se mantengan las condiciones políticas y económicas actuales y el Gobierno continúe dando señales equivocadas, no hay motivos para que la fuga de divisas se detenga. La menor presión que se observa por estos días en el mercado de cambios obedece, en el caso minorista a los menores movimientos de la divisa que reducen la histeria cambiaria y al menor nivel de ahorro, que disminuye el dinero disponible para comprar dólares. En el caso mayorista, hay distracciones pasajeras en otras alternativas de inversión (bonos en dólares), pero nada indica que por ahora haya un cambio de perspectivas de corto y mediano plazo.

Para reflexionar 1: la incertidumbre y la desconfianza convirtieron a la Argentina en un exportador neto de divisas. Mientras países como Brasil atraen capitales, economías como la Argentina los expulsan, contribuyendo a la liquidez mundial y generando serios problemas de liquidez en el mercado interno. Las consecuencias de la iliquidez se sienten en el sector real por diversas vías: caída en la inversión productiva, caída en el sector de la construcción que fue durante el ciclo de crecimiento un canalizador de divisas que hoy se van, y un debilitamiento en los indicadores monetarios que obligan a sacrificar la producción en función del equilibrio de esas variables.

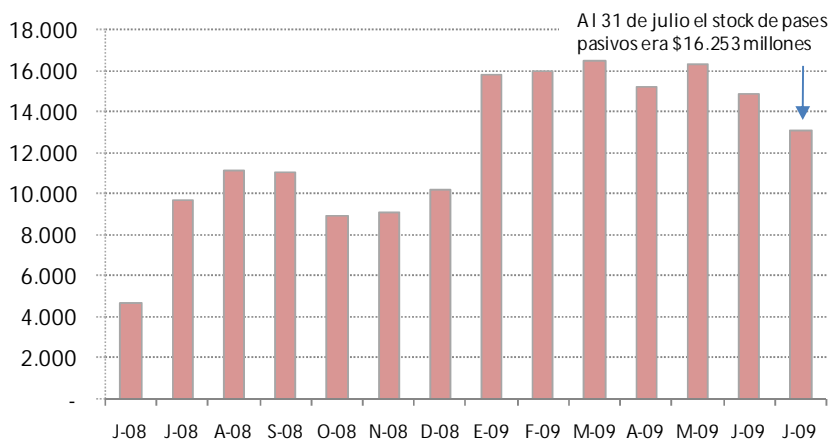
2) El BCRA, entre el equilibrio monetario y la convalidación de la recesión

La fuga de capitales está derivando en una política de contracción monetaria y crediticia, donde directa o indirectamente, el Banco Central se ve obligado a mantener el equilibrio monetario generando costos sobre la economía real.

Veamos:

- En una economía que registra una inflación interanual de 14%-16%, la Base Monetaria (BM) solo aumentó 5% en el último año (de \$100.676 millones en julio'08 a \$105.714 millones en julio'09). La evolución de la BM refleja la caída en la demanda de pesos (o aumento en la demanda de dólares). Aún con las mayores necesidades de pesos que impone una economía con inflación significativa (claro que en recesión), como consecuencia de la mayor dolarización, la BM apenas se expande.
- Incluso computando los pasivos pasivos dentro de la BM, se registra un crecimiento anual de solo 6,7% (julio 2008 vs julio 2009).
- Así, mientras el mundo aplica políticas monetarias expansivas para enfrentar los efectos que generó la crisis financiera sobre la economía real, la Argentina aplica políticas contractivas obligada por la desconfianza que prevalece sobre la moneda local. En otras palabras, los pesos que se retiran de la economía, son la contrapartida de los dólares que se van, y la economía siente de lleno este impacto. De todos modos, el superávit comercial de este año cubriría casi 80% de la dolarización de portafolios, neutralizando en parte la caída en reservas y su impacto monetario. De allí la obsesión del Gobierno por frenar importaciones.
- Mientras tanto, crecen los pasivos pasivos. Es decir, los bancos en lugar de prestar dinero al sector productivo, lo colocan en el BCRA, que vía tasas, convalida y alienta ese juego, para evitar más drenaje de reservas. Esto produce un efecto desplazamiento (crowding out) y la economía real se queda con menos combustible en forma de crédito.
- A fines de julio, los Pasivos Pasivos ascendieron a \$16.253 millones, casi \$7.000 millones más que en igual mes del año pasado.

Stock de Pasivos Pasivos en millones de \$



Fuente: CERX en base a datos del BCRA

Para reflexionar 2:

- Frente a la fuerte demanda de dólares y la fuga de divisas, el gobierno encontró en las licencias no automáticas un instrumento indirecto que regular liquidez trabando importaciones. Si bien ese instrumento suele tener impacto en la economía real vía sustitución de importaciones, la falta de crédito impide a muchas empresas aprovecharlo.

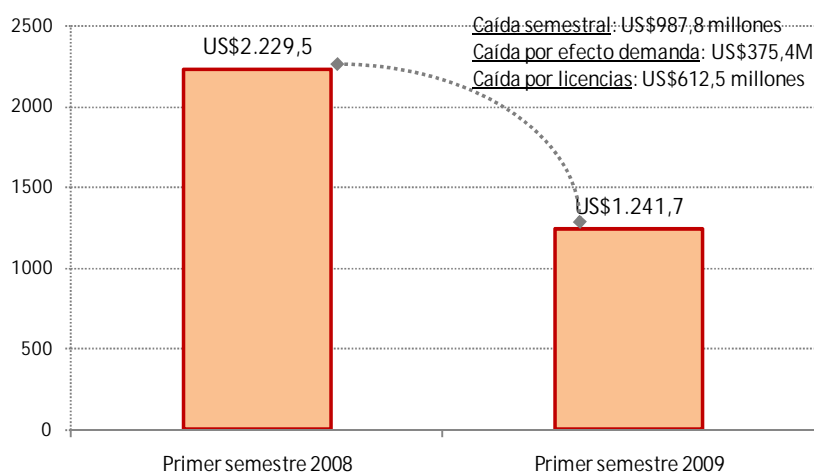
- Priorizando el equilibrio monetario, el Banco Central no encuentra la vía de inyectar el crédito de la economía real. Su dilema es: equilibrar el mercado monetario y dejar que la economía real se acomode y desacomode como pueda, o priorizar la economía real pero dejando a la deriva los indicadores monetarios. La elección por ahora es buscar el equilibrio monetario, y como consecuencia, 2009 y 2010 serán años de saltos permanentes en la actividad económica.

3) Regulando las importaciones, regulando la liquidez

- Desde principio de año, el gobierno profundizó y extendió el esquema de licencias no automáticas a un conjunto de productos considerados sensibles a la importación. Si bien ese tipo de políticas suelen aplicarse para evitar el desplazamiento en el mercado local de mercadería nacional, en el caso argentino tuvo un sentido monetario: las trabas a las importaciones apuntan a minimizar la salida de divisas por la vía comercial.

- Las licencias se extienden a casi la mitad de los productos del nomenclador de comercio exterior, representativos de casi 10% del total de importaciones. Como consecuencias de esas trabas, las exportaciones de esos productos cayeron 44% en el primer semestre del año frente a igual periodo del año pasado. En función de lo que sucedió con la demanda y su impacto esperado en el comercio, solo por efecto licencias, el Gobierno se ahorró pagos de importaciones por US\$612,5 millones.

Importaciones de productos con licencias no automáticas en millones de US\$



Fuente: CERX en base a datos de INDEC

- Como punto y aparte: un hecho llamativo es que la caída drástica en los ingresos de esos productos no alentó la sustitución de importaciones: la inversión local también se frenó con la crisis.

● Dos factores estarían explicando ese fenómeno: por un lado, la caída en la demanda interna fue tan potente, que la administración de importaciones apenas sirvió para evitar una caída mayor. Por otro, muchas de las empresas que pudieron haber aprovechado la mayor demanda nacional, no cuentan con respaldo financiero para ampliar su producción, y el sistema no acompañó. ¿Dónde está el crédito? En julio, la capacidad excedente de los bancos se ubicó en 0,7% de los depósitos. Sin embargo, el crédito al sector productivo no aparece.

Para reflexionar 3: la falta de coordinación de los bancos y el sector productivo tiene origen en la búsqueda de activos más seguros para invertir (bonos del BCRA, pases pasivos, etc). Si no cambian las condiciones, esta dinámica es casi inevitable. El desafío pasa por inducir conductas activas en el sistema financiero y crear el contexto necesario para que el crédito se dirija a la producción, la creación de valor agregado y empleo. La responsabilidad es del gobierno y el Banco Central.

4) ¿Qué esperar para el 2010?: preguntas con (y sin) respuestas

● Pregunta 1: ¿Cuál es la probabilidad de que el gobierno pueda generar credibilidad y revertir la tendencia actual? Cuantitativamente, para visualizar 2010 partimos de un supuesto: existe un 85% de probabilidad que el año próximo persista el mismo clima de incertidumbre y desconfianza que está marcando al año 2009. Tras la derrota electoral, el kirchnerismo respondió con más kirchnerismo.

● Pregunta 2: Con ese clima, ¿cuál es el escenario posible en materia cambiaria, monetaria y financiera?

Algunas respuestas

1) Fuga de divisas: se mantendría en niveles elevados, con una leve desaceleración por la desaparición de la incertidumbre electoral. El drenaje en 2010 estará entre US\$16.000 millones y US\$ 17.000 millones.

2) Una variable clave será el superávit comercial. De ese resultado dependerá el sacrificio de reservas internacionales que tendrá que hacer el BCRA para financiar la salida de capitales. Si bien el gobierno continuará utilizando discrecionalmente esa variable (y eso la vuelve menos predecible), estimamos un excedente comercial de US\$16.500 millones que financiará la fuga de capitales.

3) Tipo de cambio: en el clima de incertidumbre supuesto, con a) fuga elevada de divisas; b) desaparición del superávit primario, que obligará al BCRA a buscar excedentes en las diferencias de cambio para incrementar las transferencias de utilidades al Tesoro; y c) preservación del stock de reservas internacionales en torno a los US\$40.000 millones, es de esperar que el tipo de cambio continúe incrementándose, aunque el Banco Central seguiría teniendo algunos grados de libertad para graduar esas subas. Al menos en 2010.

Indicadores		2005	2006	2007	2008	2009	2010
Actividad							
Producto Interno Bruto (PIB)	Mill. \$ corrientes	531.939	654.439	812.072	1.038.188	1.145.060	1.360.148
Producto Interno Bruto (PIB)	Mill. \$ (precios 1993)	304.764	330.565	359.189	384.201	375.749	384.767
Crecimiento del PIB	Var. % i.a.	9,2	8,5	8,7	7,0	-2,2	2,4
Crecimiento de la Inversión	Var. % i.a.	22,7	18,2	14,3	8,3	-12,8	3,5
Crecimiento del Consumo Privado	Var. % i.a.	8,9	7,9	9,0	6,7	-2,3	2,1
Precios							
Índice de Precios al Consumidor (oficial)	Var. % i.a.	12,3	9,8	8,5	7,2	5,9	s/d
Índice de Precios al Consumidor (estimado)	Var. % i.a.	12,3	12,8	24,3	26,1	14,5	17,0
Tipo de Cambio Nominal	\$/US\$ a fin de año	3,02	3,06	3,17	3,4	4,1	4,7
Fiscales							
Recaudación Tributaria Nacional	Mill. \$ corrientes	119.252	150.009	199.781	269.375	308.434	358.092
Crecimiento de la Recaudación	Var. % i.a.	21,2	25,8	33,2	34,8	14,5	16,1
Crecimiento del Gasto Primario del SPN	Var. % i.a.	21,7	26,8	42,6	32,1	20,9	21,5
Superávit Primario	Mill. \$ corrientes	19.661	23.165	25.719	32.529	16.110	16.900
Superávit Primario	% del PIB	3,7	3,5	3,2	3,4	1,4	1,2
Superávit Financiero	Mill. \$ corrientes	9.418	11.623	9.296	14.655	-5.989	-980
Superávit Financiero	% del PIB	1,8	1,7	1,5	1,4	-0,5	0,0
Sector Externo							
Exportaciones de Bienes	Mill. US\$	40.014	46.456	55.933	70.021	58.748	64.622
Crecimiento de las Exportaciones	Var. % i.a.	15,8	16,1	20,4	25,5	-16,1	10,0
Importaciones de Bienes	Mill. US\$	28.692	34.151	44.780	57.423	40.885	48.040
Crecimiento de las Importaciones	Var. % i.a.	27,8	19,3	31,1	28,4	-28,8	17,5
Balanza Comercial	Mill. US\$	11.322	12.306	11.154	12.598	18.862	16.582
Balanza Comercial	% del PIB	6,2	5,8	4,4	4,1	5,7	5,7
Socioeconómicos							
Tasa de Desempleo (al IV trim de cada año)	% de la PEA	10,5	8,7	7,5	7,3	9,8	10,4
Tasa de Empleo (al IV trim de cada año)	% de la Población	41,7	42,1	42,1	42,6	s/d	s/d
Tasa de Actividad (al IV trim de cada año)	% de la Población	46,4	46,1	45,6	46,0	s/d	s/d